

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15620061151046

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

房地产泡沫和银行体系稳定性关系研究

Research on the Relationship between
Real Estate Bubble and the Stability of Banking System

杨 邵 君

指导教师姓名: 魏巍贤 教授

专 业 名 称: 金融工程

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩时间: 2009 年 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2009 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为(国家自然科学基金项目“基于CGE模型的房地产市场变化影响及政策模拟分析”(项目号:70671086))课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

房地产市场和银行体系之间具有一荣俱荣、一损俱损的关系：一方面，房地产的发展离不开银行的参与和支持；另一方面，银行体系的稳定性又受到房地产市场波动的影响。相关统计数据表明，我国房地产发展与其他国家相比尤为依赖于银行信贷的支持，这就使得我国银行体系积累了大量的房地产金融风险，一旦房地产市场崩溃，银行体系将不可避免地受到冲击。因此，判明我国房地产市场的发展态势，并理清房地产市场和银行体系稳定性之间的相互作用对促进两者的和谐发展具有重要的现实意义。

本文首先用“体制转换模型”检测了我国房地产市场的泡沫情况，估计结果显示，我国房地产市场在 1998 年 2 月至 2008 年 7 月间，曾出现过“时尚泡沫”，这说明我国房地产市场上“从众心理”非常严重，投资者过于相似的房地产投资策略加剧了这个市场的震荡；接着，本文对房地产泡沫和银行之间的关系做了定性分析，分析认为：银行通过信贷额度的调整影响房地产市场的流动性，通过对利率的调整影响房地产供求双方的成本，通过规模效应影响房地产投资主体的心理预期进而影响房地产泡沫的产生和发展；而房地产泡沫又会给银行带来流动性风险、信用风险、抵押物风险等；在此定性分析的基础上，本文接下来结合我国房地产市场和银行体系的具体数据，对两者关系做了定量研究：一方面，通过对我国 31 个省市的面板数据进行分析，研究了银行的信贷、利率等因素对房地产供求的影响；另一方面，通过因子分析、协整检验研究了房地产价格波动对银行体系稳定性的影响；最后，针对我国房地产市场和银行体系现存的一些问题，本文提出了相应的政策建议。

关键词：房地产泡沫；银行体系；稳定性

ABSTRACT

The real estate market and the banking system have close relationship. Generally speaking, the development of real estate market needs the support of bank credit, while the volatility of the real estate market will counteract to the bank's stability. Relevant statistical data shows that real estate in our country particularly depended on banks' credit, which making the banking system had accumulated substantial financial risks. Once there is a collapse in the real estate market, the banking system would inevitably be affected. Therefore , it is important to sort out the trend of the real estate market and find out the relationship between the real estate bubble and the stability of banking system.

In this paper, we estimated the “regime-switching models” of China’s house price to explore whether speculative bubbles, fads or just fundamentals drive house price. The result suggested that there had been fads in the real estate market during February 1998 and July 2008. Then we analyzed the relationship between the real estate bubble and the stability of the banking system. We not only used the method of qualitative analysis but also used quantitative analysis. On one hand, we analyzed which factors impacted the supply and demand of the real estate market by using the panel data of 31 provinces in our country. We found the interest rate elasticity was very low while the bank credits, population and income had great influence on the supply and demand of the real estate market. On the other hand, through factor analysis, Granger Causality and co-integration test we found that the stability of the banking system had long-term impact on the real estate market while the bubble of the real estate market only had short-term effect on the stability of the banking system in China. At last, we put forward some suggestions on how to improve their relationships.

Key Words: Real Estate Bubble; Banking System; Stability

目 录

导 论	1
第一章 我国房地产市场发展历程概述	11
第二章 对我国房地产市场泡沫状况的判断	16
第一节 房地产泡沫的定义	16
第二节 房地产泡沫的检测	17
(一) 房地产泡沫的检测方法	17
(二) 用体制转换模型对我国房地产市场泡沫状况进行检测	24
第三章 房地产泡沫和银行体系稳定性关系的定性分析	30
第一节 银行在房地产泡沫产生过程中的角色	30
(一) 银行信贷影响房地产发展所需资金的可得性	30
(二) 银行利率影响房地产供求双方的成本高低	32
(三) 银行影响房地产供求双方的心理预期	33
第二节 房地产泡沫破灭对银行稳定性的影响	34
(一) 流动性风险	34
(二) 信用风险	36
(三) 抵押物法律风险	37
(四) 系统性风险	38
第四章 房地产泡沫和银行体系稳定性关系的实证检验	39
第一节 银行对房地产供求的影响	39
(一) 面板数据模型的基本类型	39
(二) 影响我国房地产市场需求的因素分析	40
(三) 影响我国房地产市场供给的因素分析	46
第二节 我国房地产价格波动对银行体系稳定性的影响	51
(一) 用因子分析法构建银行不安全指数	51

(二) 用格兰杰因果检验检测银行稳定性与房地产泡沫之间的关系	55
(三) 协整和误差修正模型分析	56
第五章 结论及政策建议	58
第一节 主要结论	58
第二节 政策建议	59
(一) 建立房地产多元化融资渠道	59
(二) 完善利率传导机制以加强利率对房地产市场的约束作用	60
(三) 提高银行自身风险防控能力和加强对银行的监管	60
(四) 加强政策透明度以引导公众形成合理预期	61
参考文献	63
附 录	66
致 谢	72

CONTENTS

Introduction.....	1
Chapter 1 Overview of the Development Process of China's Real Estate Market	11
Chapter 2 Measure the Bubble in China's Real Estate Market.....	16
Section 1 The Definition of Real Estate Bubble	16
Section 2 Measure the Bubble of Real Estate Market.....	17
Chapter 3 The Qualitative Analysis on the Relationship between Real Estate Bubble and the Stability of Banking System	30
Section 1 The Role of the Banks in the Process of Real Estate Bubble	30
Section 2 The Impact of the Real Estate Bubble's Burst on the Stability of Banking System	34
Chapter 4 The Empirical Research on the Relationship between Real Estate Bubble and the Stability of Banking System	39
Section 1 The Impact of the Banks on the Supply and Demand of the Real Estate Market	39
Section 2 The Impact of the Real Estate Market's Fluctuation on the Stability of Banking System	51
Chapter 5 Conclusions and Suggestions	58
Section 1 Conclusions	58
Section 2 Suggestions.....	59
References	63
Appendix	66

Acknowledgement	72
------------------------------	-----------

厦门大学博士论文摘要库

导 论

一、研究背景

回顾国内外历史，由房地产市场波动所引发的银行危机乃至金融危机并不鲜见。从 20 世纪 80 年代末的日本泡沫经济，到 1997 年东南亚金融危机，再到 2007 年爆发的美国次贷危机，房地产市场与银行体系稳定性之间似乎有着天然的密切联系。

（一）日本金融危机发生前房地产的状况

20 世纪 70 年代，日本为了推进金融改革和摆脱 1973 年第一次世界石油危机造成的影响，开始实行金融自由化政策。在金融自由化的过程中金融市场的竞争越来越激烈，大银行为了占据更多的市场份额，向土地开发投入了大量的贷款，这从表 1 可以看出。

表 1：日本 20 世纪 80 年代房地产金融支持情况 单位：%

年份	房地产金融支持年增长率	房地产金融支持占银行信贷总额的比重
1981	12	26
1982	11	27
1983	10	27
1984	9	26
1985	9	26
1986	14	27
1987	15	28
1988	13	30
1989	20	29
1990	10	30

资料来源：周京奎. 金融支持过度与房地产泡沫——理论与实证研究[M]. 北京：北京大学出版社，2005.

银行发放大量的抵押贷款，激发了土地持有者和其他投机者的土地投机热情，他们将拥有的或购买的土地作为抵押物向银行贷款，然后再去购买土地。这样反复投机反复贷款，使得银行的土地抵押贷款额急剧膨胀。自 1985 年起，日本六大城市土地价格每年以两位数上升，1987 年住宅用地价格竟上升了 30.7%，商业用地则跳升了 46.8%。土地价格的急剧上升造成土地担保价值上升，土地所有者因此能从金融机构借到更多的钱，并以此为本金再去购买土地，出现了金融支持过度现象，房地产金融支持年增长率在 80 年代末达到了 20%。1990 年 1 月，随着日本股票市场突然下跌，日本经济出现了危机，20 世纪 90 年代的整整 10 年，日本都处于不同程度的经济停滞状态。

（二）美国金融危机发生前房地产的状况

有学者研究得出，在美国过去 25 年间所出现的银行危机中，近半数的危机都与之前银行信贷的高速增长有关。从 1981 年开始，美国房地产业进入了新的发展周期，由于在 20 世纪 80 年代初，美国实行了金融自由化政策，加之房地产周期性繁荣阶段的来临，使得银行向房地产信贷额不断上升。1980 年美国商业银行发放的房地产抵押贷款额为其总资产的 31.3%，1985 年为 30.3%，到 1989 年达到其总资产的 40%。过多的贷款极大地刺激了房地产升值，其涨幅甚至超过了通货膨胀的速度，泡沫开始出现，房地产呈现出非理性繁荣，而后，房地产泡沫的迅速破灭加剧了银行危机。

1998 年，美联储在 IT 泡沫破灭之后大幅降息，实行宽松的货币政策。全球经济的强劲增长和追逐高回报的动机，促进了金融创新，金融工具大量涌现，全球投资者对风险的偏好程度增强。2000 年以后，实际利率继续降低，全球流动性过剩，借贷很容易获得，这些都促进了美国房市的繁荣。而房地产价格的上涨，导致美国消费者财富增加，增加了消费力，使得美国经济持续快速增长，这又进一步促进了美国房价的上涨，2000 年至 2006 年美国房价指数上涨了 130%^①。2007 年夏季，次贷危机在美国爆发，至今仍在蔓延。

^①数据来源：美国金融危机原因、政策反映及对中国的影响[EB/OL].中金公司. <http://www.suptac.cn/html/news/2008-10-05/018.pdf>.2008-9-24.

（三）亚洲金融危机发生前房地产的状况

东南亚各国受日本和美国房地产繁荣的影响，在 20 世纪 90 年代前半期向房地产业注入了大量的投机资金，直接推动了房地产的繁荣，并形成了巨大的房地产泡沫。从东南亚各国房地产泡沫形成与破灭的过程可以看出，他们过早地开放了资本市场，使大量国际和国内投机资本进入股市和房地产市场，这些资金在带动市场繁荣的同时也激发了民众的投机狂潮。当泡沫达到顶峰、投机资本难以获得更高的收益时，资本外流就不可避免，投机泡沫开始破灭。

表 2：1996 年亚洲金融危机发生国（地区）的房地产业状况

国家/地区	房地产信贷占银行资产比重 (%)	1996 国民生产总值 (亿美元)	房地产贷款余额占 GDP 比重 (%)
香港	40-50	1540	76
台湾	35-45	2740	58
马来西亚	30-40	940	58
泰国	30-40	1760	44
新加坡	30-40	940	30
韩国	15-25	4800	17

资料来源：秦凤鸣、张中楠^[1]，房地产价格膨胀对金融震荡的警示[J]，山东大学学报（哲学社会科学版），2007.4. 45-52，第 48 页。表中的房地产信贷包括了房地产开发和销售两方面。

从上表可以看出，1996 年即亚洲金融危机爆发的前一年，东南亚各国的房地产信贷占银行资产比例普遍超过 30%，其中香港甚至超过 40%，房地产业严重依赖于银行信贷，贷款数额巨大。所以，房地产业过度依赖银行信贷是亚洲金融危机爆发的一个重要原因。

（四）其它国家金融危机发生前房地产业的状况

在 IMF 的一篇研究报告中^②，作者通过对西班牙、墨西哥、荷兰、加拿大、

^②Paul Hilbers, Qin Lei, Lisbeth Zacho. Real Estate Market Developments and Financial Sector

爱尔兰、芬兰、日本、瑞典、泰国、马来西亚这 10 个国家的银行危机案例进行比较后发现：在金融危机发生前的 2 至 7 年间，这些国家的房地产价格都经历了平均超过 20% 的大幅波动。在银行危机爆发前不久，房价开始下跌；银行危机爆发后，房地产价格继续下跌，这说明了金融部门的危机与房地产价格的下跌有着密切的关系。

从以上的归纳可以看到，房地产市场上的过度波动是引发这些国家地区银行危机的一个重要诱因，所以，选择房地产泡沫与银行体系稳定性作为本文的研究对象，对促进我国房地产市场与银行体系协调发展具有重要的现实意义。

二、文献综述

（一）国外研究综述

早期的理论和实证研究主要是从房地产市场本身的特点出发对房地产泡沫和银行的关系进行一般意义上的分析。Paul Hilbers^[2] (2001) 认为，房地产市场的固有特性是导致银行信贷容易集中于房地产市场的主要原因。比如，房地产异质性强，存在着多个不同市场，房型种类多，交易不频繁，这使得房地产企业可以利用信息不对称高报房地产价格，以获得银行更多的贷款，从而导致大量资金流入房地产市场，加剧了房价上涨；又如，房地产的供给弹性小，当需求快速上升时，供应往往跟不上，供需间就容易出现时差，加剧了供求矛盾，导致房价上升，此时，在为自身消费而形成的真实需求中，不可避免地加入了大量的为获取差价利益的投机需求，从而进一步推动了房地产价格的虚高，产生泡沫；另外，房地产具备极佳的信用担保品性质，在完善的体制下可以最大限度地降低信贷风险，为金融业创造低风险市场。所以，房地产业无论从数量上还是质量上，都是金融行业最大、最佳的投资领域，很多国家对房地产业的投资占金融业投资的 20% 以上，甚至更高。

20 世纪 80 年代初，随着金融自由化浪潮的推进，一些学者从金融自由化角度阐述了银行对房地产过分信贷的原因。Bertrand^[3] (1996) 认为，在金融自由化和放松金融管制的情况下，金融机构违规借贷以及金融风险的累加，加速了房地

产周期波动和房地产泡沫的形成与破灭。Kaminsky 和 Rejinhart(1999a^[4]、1999b^[5]) 通过对 20 个国家(其中包括 5 个工业国家和 15 个新兴工业国家)进行研究,发现大多数发生金融危机国家的一个共同先兆就是金融自由化和信用的显著扩张,随之而来的便是股票价格的平均年上涨幅度高于正常年份 40%,房地产价格和其它资产价格也都有明显的上涨。当在某一时间泡沫破灭,股票市场和房地产市场也开始崩溃。在很多情况下由于银行和其它金融中介过多地向资本市场和房地产市场发放信贷,平均一年之后就会爆发银行危机。通常由于政府选择低利率政策来缓解银行危机或提高利率来保护本国货币,同时还会爆发汇率危机。最终,产出显著下降,衰退平均持续达一年半。

还有一些学者从金融体系自身脆弱性的角度来说明银行极易过度集中投资于房地产,从而导致房地产泡沫和金融危机。Minsky^[6](1982)指出,泡沫经济往往会给银行系统传递错误的信息。在银行制度完善程度很有限的情况下,大部分贷款都是以抵押为依据,而不是以现金流为依据。在经济繁荣时期,资产价格上扬,银行往往过于乐观,放松贷款条件,由于房地产价格节节上涨,银行手中的抵押品越来越值钱,银行的业务越做越大,利润也水涨船高,这个过程是一个加速的过程。可是,一旦泡沫迸裂,房地产价格急转直下,结局就正好是与前面相反方向的加速:银行的抵押物价值迅速下降,银行资金匮乏,业务收缩,利润下降,直至企业违约,银行必然被不良资产拖垮。Paul Hilbers、Qin Lei、Lisbeth Zacho(2001)认为银行缺乏对房地产业进行充分的数据分析的能力,尤其是银行缺乏对近期房地产价值进行评估的能力,以及对抵押物价值的过多依赖、弱势的金融监管、道德风险,使得暴露于房地产业的银行很难经受住房地产价格波动的考验,一旦房地产价格下跌,就很可能引发银行危机甚至金融危机。

房地产投资建设时间长,是一个周期性很强的行业,因而一些学者借助宏观经济周期理论的研究方法,从中观层面上对房地产周期波动进行了研究。研究认为,房地产长周期(18 至 22 年)的持续时间相当于几个经济周期;房地产周期的波动幅度较经济周期要大;房地产周期在趋跌时领先于经济周期,房地产周期趋升时却较经济周期晚和慢。对房地产周期最早的研究者为 Kuznets^[7](1930),他提出了建筑周期的概念。Riggelman^[8](1933)利用 1830 至 1932 美国 52 个城市的数据,发现了平均为 17.33 年的 6 个周期,他认为房地产的一个长周期的期限

同经济周期是一样的。Hoy (1960) 认为经济结构的变化, 如抵押贷款、社会保险、失业保障、消费者信用等可削弱经济周期和房地产周期。

20 世纪 80 年代末, 随着行为金融学的发展, 关于房地产泡沫的分析更多地结合了具体的市场结构和市场主体的心理因素。Allen 和 Gale^[9] (2000) 将投资者用自己的资金进行投资所形成的价格称为“基础价格”, 由借款购买风险资产所引起的、超过“基础价格”水平的部分定义为“泡沫”。在此基础上, 他们发展了一个金融机构与实际部门互动的资产泡沫模型, 得出: 在投资决策中, 如果投资者获利, 大部分收入归自己; 而如果决策失误, 大部分损失由别人承担, 因此, 投资者会不顾风险进行投资, 大量资金流向高风险的投机市场, 促使价格急剧上扬, 进而产生泡沫。所以, 银行部门的中介作用所引致的代理问题和风险转嫁问题是导致资产泡沫的主要原因。Wong^[10] (1998) 以泰国房地产泡沫为背景发展了一个动态模型, 展示了在经济过热、国际资本大量流入的情况下, 房地产开发商对市场过度乐观的预期以及由此而产生的从众行为在房地产泡沫形成中的作用机制。Alan Kirman、Gilles Teyssiere^[11] (2005) 的研究表明, 和其它泡沫一样, 房地产泡沫是由预期规则的不断转变造成的, 预期的不断转变推动了资产价格。当大家都选择用同一个规则的时候, “羊群效应”就会发生, 在这种情况下, 大家的预期就会成为“基本面”, 这时, 即便资产价格已经脱离了基本面, 对这种资产的需求还是很大, 但最后房地产价格会回归基本面。Carey、Herring、Wachter^[12] (1999) 用危机短视、资料不充分与脆弱分析、不正当激励等三个假说, 来解释银行愿意低估房地产借贷的风险, 从而助长房地产繁荣。

(二) 国内研究现状

房地产与银行之间相关联的主要渠道有: 银行对土地开发的贷款、对房地产开发商的贷款、对建筑施工企业的贷款、对个人住房抵押的贷款、对混入到个人消费贷款的装修贷款以及政策性住房贷款。李德^[13] (2006)、陈洪波和王震^[14] (2006)、钟伟^[15] (2006) 正是从研究这几类贷款的角度出发, 较为全面地考察了房地产金融风险对银行稳定的影响, 研究得出: 在银行对房地产的这几类贷款中, 最主要的风险点在对房地产开发商的贷款。截至 2006 年, 中国银行业对房地产的金融支持大约为 3.51 万亿元, 如果遭遇房地产行业崩盘, 土地开发贷款

将完全损失、90%的房地产开发商贷款将遭受损失、一半的建筑施工企业贷款遭受损失、个人住房抵押贷款和个人消费贷款损失不大。这是因为，开发商的资产负债率比较高，而且不良率也比较高，所以他们认为商业银行必须高度关注房地产开发企业的流动性问题。

在总结国外学者对房地产周期的理论研究基础上，我国的一些学者也从房地产周期入手，对我国近几十年的房地产周期进行研究。谭刚^[16]（2001）将改革开放至 2001 年中国房地产的发展分为四个周期：1978 年至 1986 年是第一周期，这一时期房地产业处于起步阶段，房地产市场也处于探索阶段，房地产交易规模较小，交易价格波动也不大；1987 年至 1991 年是第二周期，房地产投资与交易规模有较大幅度的增加，但仍然远未达到成熟的程度；1992 年至 1994 年为第三周期，在个别地区出现较为明显的房地产泡沫，并且，在宏观调控下，全国房地产投资结构出现调整，进入巩固、停顿和消化阶段；1995 年至 2001 年进入一个相对稳定的发展阶段。此外，作者还以“货币因素是经济波动的初始根源，货币供给的冲击引起经济波动”^③的货币经济周期原理为依据，分析了货币供应量与利率对房地产波动的影响，认为金融政策与房地产波动之间具有十分密切的相互联系，信贷规模与信贷结构直接影响着房地产业的发展速度。武康平、皮舜、鲁桂华^[17]（2004）认为房地产周期与银行稳定之间的关联性主要取决于信用增长程度，房地产价格的下降会降低银行所拥有的房地产价值而直接降低银行资本，警示银行收缩对房地产信贷供给，房地产信贷供给减少将会降低房地产需求，从而导致房地产价格进一步下降。房地产市场与银行信贷市场的正反馈机制，导致房地产市场的发展带来银行信贷市场的繁荣，信贷市场的繁荣反过来促进房地产市场的进一步发展。张晓晶、孙涛^[18]（2006）通过对驱动房地产周期的增长面、宏观面与制度面因素进行分析，得出：新一轮房地产周期对金融稳定的影响主要体现在三个方面：房地产信贷的风险暴露、政府担保问题以及短存长贷的期限错配问题。他们认为，所有这些潜在风险，归根到底都将最先体现为银行风险，也将最集中地体现为银行风险。

我国经济发展的特点之一是地区经济发展不平衡，这一特点必然导致房地产金融风险在各地呈现出不同的状况，因此，一些学者对房地产信贷风险的地区集

^③罗伯特·J·巴罗.现代经济周期理论[M].北京：商务印书馆，1997，第 4 页.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库